

医药	收盘价 港元 14.88	目标价 港元 16.00个	潜在涨幅 +7.5%	2024年3月27日
----	-----------------	------------------	---------------	------------

翰森制药 (3692 HK)

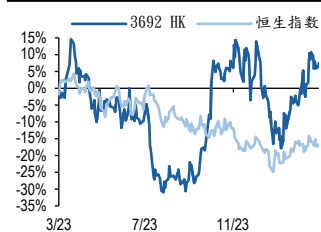
FY23 超预期，FY24 阿美乐驱动产品收入增速修复，上调目标价

- FY23 超预期，FY24 产品销售增速有望恢复至双位数：**收入同比增长 7.7% 至 101.04 亿元，其中创新药与合作产品收入增长 37.1%，占总收入比例提升至 67.9% (vs. 2022 年 53.4%)；GSK 授权合作首付款确认收入约 6 亿元，剔除后创新药收入占比约 62%。净利润增长 26.9% 至 32.78 亿元，超我们和市场的预期，主要得益于：1) 毛利率 89.8% (同比-1.0 百分点) 略超预期；2) 银行利息、投资收益等收入大幅增加。研发/销售费用率分别 +2.8/-2.9 百分点至 20.8%/34.9%。全年派息率 36% (vs. 2022 年 23%)。
2024 年指引：不含 BD 的产品收入增速达到双位数，创新药收入占比超过 70%，资本开支将在去年 2 亿元基础上翻倍，以投入研发总部建设。
- 关键品种放量节奏强劲：**主要治疗领域中，肿瘤和代谢及其他板块表现较好，收入分别+11.7%/+16.3%。肿瘤板块中，阿美乐 2023 年录得近 20% 的销售增长，尽管医保谈判降价 40% 以上，但 1L NSCLC 适应症获覆盖后销量翻倍。随着 2024 年降价影响基本出清，**公司预计全年销售额将增长 20% 以上，并维持 2026 年 60 亿元的销售目标。**抗感染和 CNS 板块收入分别 +1.6%/-8.5%，其中恒沐 (艾米替诺福韦) 销售增长 40% 以上。
- 2024 年研发关注重点——阿美乐、ADC、GLP-1 双靶：**1) 阿美乐术后辅助适应症有望于 3Q24 提交 sNDA，1L NSCLC 布局阿美乐+化疗 (III 期进行中) 和 EGFR/c-MET 双抗 (明年进 III 期)；2) B7H3 和 B7H4 ADC 今年/明年初会有进一步数据读出；3) GLP-1/GIP 双靶药物年底开展减重 III 期。
- 上调目标价，维持中性评级：**我们上调公司 2024-25E 收入预测 7-14%，以反映更乐观的阿美乐收入预测以及第二个 GSK 授权合作协议的首付款收入。我们基于 DCF 估值模型得到公司最新目标价 16.0 港元，对应 21.6x/24.7x 2024E/2025E P/E (2025E P/E 与历史平均基本一致)。我们看好公司的长期成长前景，但考虑到关键仿制药和创新药品种仍面临竞争压力、以及相对有限的潜在股价升幅 (7.5%)，我们维持公司**中性**评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	15.88
52周低位 (港元)	9.55
市值 (百万港元)	88,195.40
日均成交量 (百万)	4.31
年初至今变化 (%)	(5.58)
200天平均价 (港元)	13.23

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	9,382	10,104	12,310	12,915	14,026
同比增长 (%)	-5.6	7.7	21.8	4.9	8.6
净利润 (百万人民币)	2,584	3,278	3,991	3,493	4,018
每股盈利 (人民币)	0.44	0.55	0.67	0.59	0.68
同比增长 (%)	-4.7	26.7	21.6	-12.5	15.0
前EPS预测值 (人民币)			0.49	0.55	
调整幅度 (%)			38.3	7.6	
市盈率 (倍)	31.4	24.8	20.4	23.3	20.3
每股账面净值 (人民币)	3.82	4.35	4.89	5.47	6.15
市账率 (倍)	3.59	3.15	2.81	2.50	2.23

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 翰森制药 DCF 估值

人民币，百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	12,310	12,915	14,026	15,126	16,184	17,121	17,900	18,324	18,005	16,433
EBIT	4,194	3,664	4,301	4,987	5,627	6,227	6,779	7,214	7,358	6,963
EBIT* (1-t)	3,565	3,114	3,656	4,239	4,783	5,293	5,762	6,132	6,254	5,918
加: 折旧摊销	87	112	116	82	93	105	117	130	143	157
减: 营运资金增加/ (减少)	(632)	(496)	(508)	(446)	(497)	(374)	(505)	(365)	(449)	(244)
减: 资本开支	(430)	(451)	(384)	(211)	(215)	(219)	(224)	(228)	(233)	(238)
自由现金流	2,591	2,279	2,881	3,664	4,164	4,804	5,150	5,668	5,715	5,594
永续增长率	2%									
自由现金流现值	40,125									
终值现值	21,499									
企业价值	61,624									
净现金	24,657									
少数股东权益	0									
股权价值 (百万人民币)	86,281									
股权价值 (百万港元)	94,909									
股份数量 (百万)	5,933									
每股价值 (港元)	16.00									

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

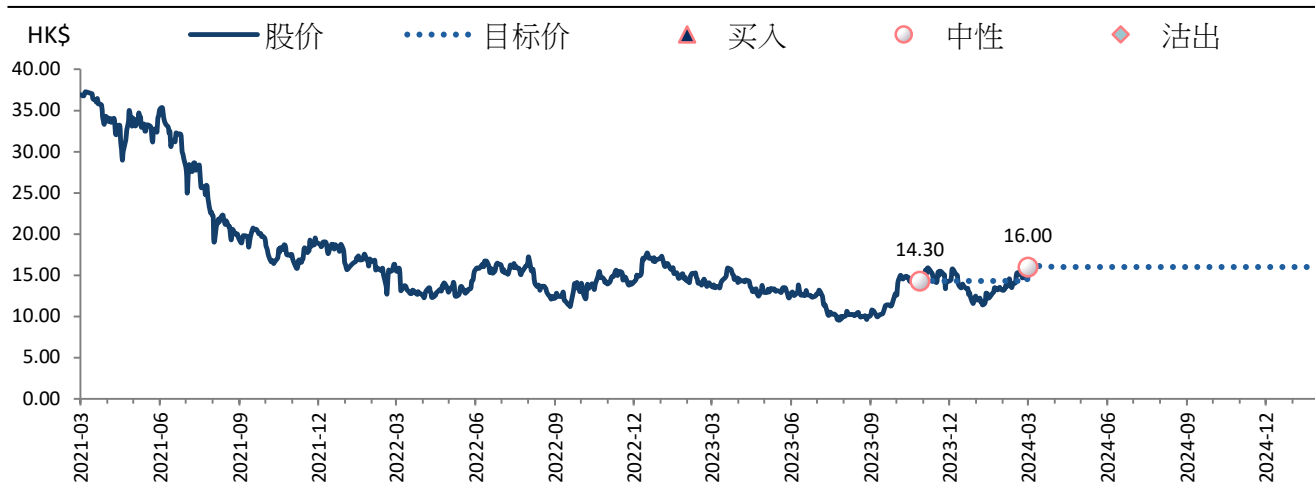
资料来源: 交银国际预测

图表 2: 财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	12,310	10,828	13.7%	12,915	12,020	7.4%	14,026		
毛利润	11,140	9,611	15.9%	11,597	10,645	8.9%	12,623		
毛利率	90.5%	88.8%	+1.7pct	89.8%	88.6%	+1.2pct	90.0%		
归母净利润	3,991	2,887	38.3%	3,493	3,245	7.6%	4,018		

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 翰森制药 (3692 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	46.95	70.00	49.1%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.48	27.75	91.7%	2024年03月12日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	26.00	59.00	126.9%	2023年10月31日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	1.01	4.40	336.0%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.58	7.40	61.5%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	16.62	42.00	152.7%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	13.56	35.00	158.1%	2024年01月12日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	26.30	48.00	82.5%	2023年12月13日	医疗服务
2096 HK	先声药业	买入	5.45	11.50	110.9%	2024年02月19日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.35	10.00	57.5%	2023年11月22日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	29.77	36.70	23.3%	2023年11月22日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.11	4.55	46.3%	2023年11月22日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.95	14.41	44.8%	2023年11月22日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	14.88	16.00	7.5%	2024年03月26日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	46.27	49.50	7.0%	2023年11月22日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年3月26日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	9,382	10,104	12,310	12,915	14,026
主营业务成本	(867)	(1,031)	(1,170)	(1,318)	(1,403)
毛利	8,515	9,073	11,140	11,597	12,623
销售及管理费用	(4,148)	(4,241)	(4,761)	(5,292)	(5,523)
研发费用	(1,693)	(2,097)	(2,186)	(2,642)	(2,799)
经营利润	2,674	2,735	4,194	3,664	4,301
财务成本净额	(58)	(67)	(67)	(67)	(67)
其他非经营净收入/费用	332	1,098	459	417	383
税前利润	2,948	3,766	4,586	4,014	4,617
税费	(365)	(489)	(595)	(521)	(599)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	2,584	3,278	3,991	3,493	4,018
作每股收益计算的净利润	2,584	3,278	3,991	3,493	4,018

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,666	2,247	4,469	7,127	10,370
应收账款及票据	3,578	3,214	3,733	4,193	4,646
存货	448	576	706	810	881
其他流动资产	19,139	22,847	22,898	22,912	22,938
总流动资产	25,832	28,883	31,806	35,042	38,835
物业、厂房及设备	3,196	3,045	3,819	4,179	4,465
无形资产	33	177	160	144	129
其他长期资产	941	933	929	924	919
总长期资产	4,170	4,156	4,907	5,246	5,513
总资产	30,002	33,039	36,713	40,288	44,349
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	222	164	214	291	324
其他短期负债	2,397	6,699	6,718	6,723	6,732
总流动负债	2,620	6,863	6,932	7,014	7,056
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,735	381	790	790	790
总长期负债	4,735	381	790	790	790
总负债	7,355	7,244	7,722	7,804	7,847
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	22,647	25,795	28,991	32,484	36,502
股东权益	22,647	25,795	28,991	32,484	36,502
总权益	22,647	25,795	28,991	32,484	36,502

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,948	3,766	4,586	4,014	4,617
合资企业/联营公司收入调整	0	0	0	0	0
折旧及摊销	324	32	82	107	112
营运资本变动	(306)	242	(632)	(496)	(508)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	(226)	(923)	(590)	(516)	(595)
经营活动现金流	2,741	3,116	3,446	3,109	3,627
资本开支	(292)	(286)	(430)	(451)	(384)
投资活动	208	(2,597)	0	0	0
其他投资活动现金流	(5,852)	0	0	0	0
投资活动现金流	(5,935)	(2,883)	(430)	(451)	(384)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(77)	0	0	0	0
股息	(712)	(652)	(795)	0	0
其他融资活动现金流	(29)	0	0	0	0
融资活动现金流	(818)	(652)	(795)	0	0
汇率收益/损失	(41)	0	0	0	0
年初现金	6,719	2,666	2,247	4,469	7,127
年末现金	2,666	2,247	4,469	7,127	10,370

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.437	0.553	0.673	0.589	0.677
全面摊薄每股收益	0.436	0.544	0.673	0.589	0.677
每股账面值	3.824	4.347	4.886	5.475	6.152
利润率分析(%)					
毛利率	90.8	89.8	90.5	89.8	90.0
EBITDA利润率	32.2	27.4	34.8	29.2	31.5
EBIT利润率	28.5	27.1	34.1	28.4	30.7
净利率	27.5	32.4	32.4	27.0	28.6
盈利能力(%)					
ROA	8.6	9.9	10.9	8.7	9.1
ROE	11.4	12.7	13.8	10.8	11.0
ROIC	11.4	12.7	13.8	10.8	11.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	9.9	4.2	4.6	5.0	5.5
存货周转天数	188.6	203.9	220.3	224.4	229.3
应收账款周转天数	139.2	116.1	110.7	118.5	120.9
应付账款周转天数	93.6	58.0	66.9	80.6	84.3

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年3月27日

翰森制药 (3692 HK)**分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。